

## 15.433 YATIRIM

### Ödev 2: Menkul Kıymet Analizi

Bir araştırma analisti olarak çalışıyorsunuz. Saygın bir endüstri olan “Varlık Yönetimi/ Denetim İşi” ile uğraşıyorsunuz. Portföy yöneticileri sizden şunu bekliyorlar:

Northern Trust ‘ın rayiç değerini(fair value) tahmin etmek

Amacınız doğrultusunda birçok bilgi alacaksınız. Bir araştırmacı her gün basın bildirileri, aracı şirketlerden araştırma raporları vb. ile boğuşur. Sizin amaçlarınızdan biri hangi bilginin “bilinmesi gerektiğini” ve hangi bilginin “bilinmesinin iyi olduğunu” anlamak olacaktır. Northern Trust’ın yıllık raporlarını ve çeşitli araştırma makalelerini bulunuz. Ödev için gerekli bilgi, bilgi paketi ile sınırlı değildir. Daha fazla bilgi için araştırma yapmanızı tavsiye ederim.

İnternette değerlendirme için bir şablon bulacaksınız. Bu şablon önceden gerçek zamanlı veri ile doldurulmuştur ve size tavsiye edilen yaptığımız araştırmanızdan bu bilgiyi geliştirmeniz/değiştirmenizdir. Ama ben size kendi değerlendirme modelinizi geliştirmenizi/değiştirmenizi tavsiye ederim. Benim bütün amacım size daha fazla bilgi aktarmaktır.

Sizden ne bekliyorum:

- Tahmin edilmiş rayiç değer
- Açık bir değerlendirme süreci
- Sizin değerlendirme için dikkate aldığımız temel etmenin açıklaması
- Kantitatif model yaklaşımının sonucundan uzak durmalısınız. Sizden modelin neden rayiç değeri yansıtmadığını düşündüğünüzü açıklamanızı istiyorum.

Ödevinizi dersin asistanının okuyabileceği şekilde yazınız. Bilgi kaynaklarınızı akademik standartlara göre açıklayınız.

## Rayiç Değerin Tanımlanması

Hepimiz pazarlığı severiz fakat bazı yatırımcılar bir şirketin hisselerini satın almadan önce şirketin değerini tahmin etmeye girişirler. Yatırım yapmak da kişinin bir ev, bir araba hatta marketten bir şeyler alırken gösterdiği çabayla aynı disiplini gerektirmektedir. Pek çok sermaye kaybı, yatırımcıların menkul kıymetleri şişirilmiş düzeylerden satın aldığı zaman ve rayiç değerinden daha yüksek primle alım satımı yapılan hisseleri satın alırken aldıkları riskin miktarını tahmin etmedikleri zaman ortaya çıkmaktadır.

*Rayiç değer nedir?*

Tamamen statik bir bakış açısından, bir hisse senedinin rayiç değeri kayıtsızlık noktasıdır. Hisseyi satın alacağımız değer altındaki fiyat düzeyidir. Ya da hisseyi satacağımız değer üzerindeki değerdir. Ama gerçek hayat daha dinamiktir ve bir hisse senedi yatırımcısı olarak siz hareketli hedefler ile uğraşmaktasınız. Hisse senetlerinin fiyatları her gün yüzde sekiz ya da on iki düzeylerinde çok fazla dalgalanmaktadır. Neyse ki bir şirketin rayiç değeri, fiyatı ile birlikte dalgalanmamaktadır. Hisse senedi yatırımlarına girişmeden önce bunu anlamak önemlidir. Hisse senedi piyasasında arz ve talebin güçleri fiyatı belirler. Bir diğer taraftan rayiç değer, değerlendirme sürecinin bir sonucudur. Rayiç değer nasıl belirlenir?

Basit bir yöntem, bir şirketin hisse senetlerinin fiyatının hisse başına düşen kazançlarına bölünmesiyle bulunan price to earning katsayısını kullanmaktır. Bu yöntem kazançlardaki büyümenin bir firmanın belirli bir piyasa fırsatı içinde ne kadar iyi performans gösterdiğinin bir göstergesi(Proxy) olması bakımından anlamlıdır. Buna rağmen uzun dönemli bir yatırımcı olarak biz hisse senedi piyasasının cari olarak şirketi nasıl fiyatladığına bakmaksızın mutlak değer ile ilgilenmekteyiz. Burada P/E anlamlılığını yitirmektedir çünkü bu oran sürekli olarak payda tarafında şirket hisselerinin arz ve talebinden etkilenmektedir. Ayrıca P/E'nin payımı gösteren hisse başına düşen kazanç da bize yardımcı olmayabilir. Çünkü tüm kazançlar serbest nakit akımlarına eşit değildir. Bunun büyük çoğunluğu sermaye harcamaları yoluyla şirkete yeniden geri dönmektedir. Ve biz yatırımcılar olarak hisse senedi sahiplerine dönebilen nakit fazlası ile ilgileniyoruz (bu terimin pek çok varyasyonu olmasına rağmen, genel olarak cari sermaye giderleri ve yıpranmayı hesaba kattıktan sonra kalan nakit olarak tanımlanır, sonuncusu nakit olmayan yükümlülüktür/masraftır).

Bu görüş indirgenmiş (iskonto edilmiş) nakit akımı modelinde düzenlenmektedir. Bu görüş şunu söylemektedir: bir hisse senedinin değeri sadece şirketin gelecekte üreteceği serbest nakit akımlarının bugüne indirgenmiş değerine eşittir.

Gelecek geliri iskonto ettiğiniz zaman aslında bugün eldeki bir rupinin gelecekte elde edilecek bir rupiden değerli olduğunu düşünürsünüz çünkü bugünün rupisi ile bir getiri oluşturmak için herhangi bir yerde yatırım yapılabilir. DCF, size gelen nakit akımlarını, varsaydığımız riske eşit olduğuna inandığımız bir oranda iskonto etmenize izin vermektedir. Daha sonra, riske ayarlanmış (risk-adjusted) bu değer, bir şirketin yatırım değerini kontrol etmek için geçerli hisse senedi fiyatı ile karşılaştırılmaktadır. Eğer bir hisse senedinin rayiç değerden alım satımının yapıldığı söyleniyorsa bu basit bir şekilde piyasanın onu temsil ettiği değerden fiyatladığı anlamına gelmektedir. Yoksa bu hisse alınabilirdi de satılabilirdi de. Küçük değişikliklerle birlikte DCF, bir dizi şirketi ekonomiden daha hızlı büyüyenlerden başlayarak daha yavaş büyüyenlere doğru değerlemek için ya da ekonominin temposuyla karşılaştırmak için kullanılabilir.

### *Kısıtlamalar*

Diğer tüm değerlendirme modelleri gibi DCF'nin de kısıtlamaları vardır. On yıllardır bu model analistlere ve yatırımcılara şirketleri güya yeni ekonomi işi içinde değerlendirme ihtimaliyle/ beklentisiyle karşı karşıya kalana kadar iyi hizmet etmiştir. Unutmayalım ki DCF'nin temel önermeleri sorgulanır durumdadır, fakat gelirlerin beklenmedik bir oranda büyüdüğü şirketlere nasıl açıklama getirilir? Ve elde edilen bilgilerdeki küçük değişiklikler hisse senedi fiyatlarında büyük değişikliklere neden olabilir. Yüksek düzeyde teknolojik riski yansıtan pek çok şirket için uygun bir iskonto oranı nasıl bulunabilir? Bir şirket diğer bir şirket tarafından devralındığında ortaya çıkan bir değerlendirme artışı için bir DCF modeli bunu işin içine nasıl dâhil eder? Ayrıca bu şirketler için rayiç değerlerin öngörülme zorluğu, hisse denetlerinin fiyatlarının şiddetli dalgalanmasına neden olur. Bunu daha doğru ve DCF kavramının öncülüğünü yapan John Burr Williams'ın sözcükleriyle ifade edersek, "Hisse senedi piyasası iş dünyasından oldukça umutluydu fakat bu umutların hisse fiyatları açısından mantıklı bir değerlendirmesi yoktu. İşin gerçeği şu ki daha önce gördüğümüz gibi şirket değer biçmek için tüm hisse senetlerinin en zorudur ve bunun nedeni abartılı fiyatlardan satılmasıdır. Spekülasyon muamma/gizem ile beslenmektedir".

## *Fiyat ve Değer Arasındaki Fark*

Sonuçta, bu şirketler için uygun değerlemeyi anlamaya çalışmak yerine yatırımcılar fiyat ve değer kavramları açısından daha dikkatli düşünerek ihtiyatlı olabilirler.

Fiyat değer değildir. Fiyat ödediğiniz şeydir. Değer bir şirketin bir parçasına sahip olarak elde edilen getiridir. Herhangi bir tüketici malı için alışveriş yaptığınızda malın kalitesinden emin olmadan ve performansının tutarlılığından emin olmadan liste fiyatını ödemezsiniz. Buna benzer konular değeri tanımlamaktadır.

Hisse senetleri durumunda, yatırım riskini tazmin etmenizi gerektirecek getiri hakkında düşünmek belki de başlamak için en iyi yerdir. Eğer uzun dönemde bu şekilde getiri sağlayan bir şirket göremiyorsanız yatırım yapmayınız. Akademisyenler ve analistler değerlendirme araçlarının bir karışımını/bileşimini sunabilirler fakat sonuçta yatırımcılar bir hisse senedi için rahat ödeyebileceği fiyatı düşünmek zorundadır.